

Секьюритизация как фактор развития рынка ипотечных ценных бумаг

© 2009 А.И. Шакирьянова

Казанский государственный финансово-экономический институт

В статье обозначены предпосылки развития секьюритизации в зарубежной и отечественной практике, выделены преимущества секьюритизации как источника рефинансирования для кредитных организаций, сформулированы необходимые свойства секьюритизируемых ипотечных активов.

Ключевые слова: секьюритизация, ипотечные активы, ипотечные кредиты, рефинансирование, ценные бумаги, рынок ценных бумаг.

Изучение тенденций зарубежных финансовых рынков показывает, что одним из факторов развития вторичного рынка ипотечного капитала является такой инструмент долгосрочного рефинансирования, как секьюритизация ипотечных пассивов. Впервые понятие “секьюритизация” было упомянуто в *Wall Street Journal* в 1977 г. для описания сделки по размещению первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. Возникновение техники секьюритизации было обусловлено тем, что американские кредитные учреждения, которые являлись основными источниками финансирования жилищного строительства, не были готовы к большим объемам спроса на ипотечные кредиты, так как для предоставления кредитов с фиксированной ставкой всегда использовались внутренние депозиты. Привлечение достаточного капитала для финансирования новых кредитов оказалось проблемой, и даже рост ипотечных ставок не уменьшил спрос, к примеру, в середине 1980-х гг. ставки по жилищным кредитам в США исчислялись двузначными цифрами.

Способом решения проблемы рефинансирования ипотеки стало применение техники секьюритизации, в результате которой неликвидные активы трансформировались в ликвидные ценные бумаги. Ипотечные кредиты благодаря длительному периоду кредитования, низким рискам и предсказуемым денежным потокам являются идеальным активом для секьюритизации.

Как считает Л. Кендалл, секьюритизация революционным путем изменила способы осуществления заимствований предприятиями и их клиентами. В США секьюритизируется более двух третей всех займов на приобретение жилья¹. С помощью секьюритизации долговые обязательства, существующие в форме ипотечных кредитов, преобразовываются в ликвидные и обеспеченные ценные бумаги с заданными инвестиционными ха-

рактеристиками. Как справедливо отмечает эксперт в области секьюритизации Ю. Туктаров, секьюритизация активов является мостом между фондовым и финансовым рынками².

Секьюритизацию подразделяют на внебалансовую, что означает продажу портфеля активов специализированной структуре, которая финансирует приобретение активов при помощи выпуска долговых инструментов, и балансовую. Балансовая секьюритизация заключается в выпуске ценных бумаг, обеспеченных активами, которые остаются на балансе эмитента.

Предпосылками для развития секьюритизации в мировой практике стал ряд следующих факторов:

- развитие вторичного рынка ценных бумаг;
- развитие индустрии финансового и фондового инжиниринга;
- поиски возможности снижения стоимости финансирования;
- ужесточение банковских нормативов и требований к собственным средствам и структуре капитала банков, что вызвало необходимость “оздоровления” балансов банков путем исключения из активов долгосрочных обязательств заемщиков;
- потребность рынка (инвесторов) в новых финансовых инструментах;
- тенденции международной либерализации и интеграции рынка.

Для российского финансового рынка данный механизм является инновационной формой финансирования, первые сделки секьюритизации ипотечных активов были проведены в 2006 г.

Актуальность применения данного инструмента финансирования долгосрочных кредитов заключается в том, что предоставляются возможности для развития кредитных организаций в условиях отсутствия на отечественном финансовом рынке достаточных финансовых ресурсов в форме долгосрочных капиталов.

¹ Kendall L., Fishman M.A. Primer on Securitization. 1996.

² Туктаров Ю. Основные идеи ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2004. № 5 (260).

Приведем следующие показатели по данным Центрального банка Российской Федерации по состоянию на 1 мая 2009 г.³ Объем задолженности по ипотечным кредитам, предоставленным кредитными организациями, составляет 1 028 435,3 млн. руб. Объем привлеченных кредитными организациями средств в виде вкладов (депозитов) физических лиц составляет 6 197 324 млн. руб., из них максимальный удельный вес в размере 59% - категория вкладов на срок от 1 года до 3 лет в сумме 3 626 940 млн. руб., вклады категории "до востребования" - 914 030 млн. руб., удельный вес в общей сумме вкладов - 15%; долгосрочные вклады (на срок свыше трех лет) - 433 215 млн. руб., а их удельный вес в общей сумме всего лишь 7%.

Таким образом, очевидно несоответствие активов и пассивов банковского капитала по срокам, т.е. привлеченных долгосрочных средств для рефинансирования ипотечных кредитов в банковской системе недостаточно, к тому же банковский вклад любой категории может быть изъят досрочно.

Эксперты, рассматривая потенциал секьюритизации в сравнении с альтернативными источниками долгосрочного финансирования банковской системы, отмечают следующее:

- если рассматривать финансовые ресурсы иностранных инвесторов, то общий среднесрочный долг банков иностранным инвесторам составляет достаточную величину, а именно 110 млрд. долл., и подлежит погашению в течение трех-четырех лет;

- привлечение депозитных средств физических лиц, включая целевые накопления, было бы возможно, если бы появилось специальное регулирование так называемых "безотзывных" банковских вкладов и жилищных накоплений, которые принимают универсальные банки или строительно-сберегательные кассы;

- использование ресурсов российских институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, управляющие их резервами, инвестиционные фонды) также затруднительно, так как в настоящее время страховые резервы российских страховщиков не превышают 1 трлн. руб., пенсионные накопления составляют не более 1 трлн. руб.⁴

Таким образом, можно констатировать тот факт, что российские институциональные инвесторы пока не являются надежным пластом дол-

госрочных институциональных инвесторов, которые могли бы поддерживать российский рынок ликвидности в качестве поставщиков долгосрочных ресурсов для рынка ипотеки.

Предпосылки использования секьюритизации в качестве инструмента финансирования в российской практике следующие:

- подготовлена нормативно-правовая база для секьюритизации ипотечных кредитов, и в рамках действующего законодательства могут быть секьюритизированы только ипотечные жилищные кредиты;

- секьюритизация позволяет заимствовать денежные средства на сроки более 5-7 лет, к примеру, выпуск евробондов и синдицированные займы не предоставляют банкам такой возможности;

- одним из приоритетных направлений банковского бизнеса является ипотека, но без долгосрочного финансирования ипотечные программы не смогут в дальнейшем развиваться;

- отсутствие адекватного темпам роста ипотечного кредитования механизма внутреннего фондирования;

- повышение доступности кредитов несет дополнительные риски, поэтому ипотечные портфели должны быть сегментированы по рискам, которыми необходимо управлять;

- высокая стоимость заемного капитала в силу недостаточного развитого национального банковского сектора и фондового рынка, а выход кредитных организаций на рынок секьюритизации позволит восполнить недостаток кредитных ресурсов, привлекая средства на более выгодных условиях;

- источники фондирования должны быть диверсифицированы. Без внутренних источников долгосрочного финансирования российская ипотечная система становится уязвимой;

- текущий кризис ликвидности на мировых рынках показал, что главной проблемой российской банковской системы является полное отсутствие внутреннего долгосрочного финансирования;

- выходя на международные рынки, российская ипотека становится частью глобальной финансовой системы и зависит от происходящих там изменений.

Основной идеей, лежащей в основе секьюритизации активов, является выделение активов, которые дают право на получение денежных выплат, и формирование их в единый пул, который затем рефинансируется путем выпуска ценных бумаг. Из денежных платежей, генерируемых данным пулом активов, в дальнейшем выплачивается сумма основного долга и процен-

³ Центральный банк Российской Федерации: Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2008. Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

⁴ Смирнов Е.Е. Секьюритизация активов в России: проблемы и перспективы // Инвестиционный банкинг. 2008. №1.

ты по выпущенным ценным бумагам. Также отметим, что необходимо организовать этот процесс таким образом, чтобы пул стал юридически самостоятельным и содержал однородное имущество (права требования) и была юридическая возможность отделить процесс рефинансирования от первоначального собственника активов. Для этих целей активы оригинатора продаются специально созданному для этих целей юридическому лицу (оно обычно учреждается в юрисдикции страны, где не существует серьезных надзорных ограничений и обеспечивается налоговая нейтральность транзакции), которое финансирует покупку активов путем выпуска ценных бумаг. Инвестор, принимая решение о приобретении ценных бумаг, руководствуется качеством активов и надежностью структуры сделки.

Для реализации механизма секьюритизации возможно привлечение следующих субъектов: заемщика, ипотечного брокера, ипотечного банка (эмитента), дилера, обслуживающей компании - сервисера, гаранта, трасти (управляющей трастом компании). Заемщик обращается к ипотечному брокеру, который связывается с ипотечным банком с целью организации выдачи кредита. Банк включает этот кредит наряду с другими подобными кредитами в ипотечное покрытие. Ценные бумаги продаются дилеру, который либо реструктурирует ипотечные ценные бумаги в ценные бумаги нового типа или продает ипотечные ценные бумаги инвесторам. В процессе секьюритизации банк и дилер взаимодействуют с юридическими и финансовыми консультантами, аудиторскими и рейтинговыми компаниями.

Применение секьюритизации ипотечных активов для кредитных организаций предоставляет следующие преимущества:

- получение финансирования по минимально доступной цене;
- высвобождение капитала в связи с требованиями по созданию резервов в соответствии с регулированием Центрального банка РФ;
- извлечение прибыли с использованием механизма арбитража из-за наличия положительной разницы между доходностью секьюритизируемых активов и стоимостью фондирования;
- выход на международный финансовый рынок;
- диверсификация источников финансирования;
- освоение нового инструмента привлечения фондирования;
- развитие инструментов риск-менеджмента.

Главным преимуществом секьюритизации ипотечных активов является то, что в отличие от

долгового финансирования, когда возврат задолженности связан с кредитоспособностью заемщика, в секьюритизации возврат привлеченного финансирования связан с кредитным риском самого актива, что предоставляет инвесторам большую защиту. Это достигается путем изолирования секьюритизируемых активов от эмитента, чтобы в случае банкротства компании требования остальных кредиторов эмитента не могли быть исполнены за счет актива секьюритизации.

Стоит также учитывать, что в связи с международным финансовым кризисом на использование механизма секьюритизации существуют различные точки зрения. Эксперт международного агентства по секьюритизации В. Бакланова считает, что секьюритизация и кредитные деривативы сейчас находятся в центре негативного внимания как источники текущего кризиса, а инструменты синтетической секьюритизации даже характеризуются массовой прессой как "ядерные отходы" или "оружие массового поражения", но в то же время приводит такую точку зрения, что не инструменты сами по себе, а скорее, их использование определили текущий курс развития событий⁵. В последние годы те же самые инструменты начали применяться для достижения более высокого левериджа, который выглядел привлекательно в условиях благоприятной экономической ситуации. В условиях же расширения спрэдов те же инвесторы оказались наиболее пострадавшими из-за многократного увеличения потерь их портфелей за счет левериджа. Таким образом, можно констатировать тот факт, что участники финансового рынка должным образом не оценивали риски инструментов, которые появились в результате финансовых инноваций последних лет.

Например, профессор С. Шварц считает, что секьюритизация выгодна, так как позволяет сформировать капитал за счет фондового рынка, стоимость капитала на котором всегда относительно ниже⁶. Профессор К. Хилл подчеркивает, что механизмы фондового рынка, с использованием которых осуществляется секьюритизация, позволяют существенно снизить ряд информационных издержек, например, в части информации о самих денежных требованиях, эмитенте и иных элементах структуры сделки⁷. Как считает

⁵ Бакланова В. Монетарная политика государства и секьюритизация: краткий анализ противоречий задач монетарной политики и процессов секьюритизации // Рынок ценных бумаг. 2008. № 3(354).

⁶ Schwarcz S.L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford J. of Law, Business and Finance, 1994. Vol. 1. P. 154.

⁷ Hill C.A. Regulating the Rating Agencies. Washington University Law Quarterly. 2004. Vol. 8. P. 43.

М. Астраханцева, оправданно будет ввести новый этап в развитии секьюритизации активов как “секьюритизация после американского ипотечного кризиса”, который будет охарактеризован более трезвым отношением к рискам, связанным с данной техникой финансирования⁸.

Исходя из вышесказанного в настоящее время основными направлениями, которые требуют более глубокого изучения в технике секьюритизации, являются тщательное изучение всех аспектов сделки, использование методов анализа, диверсификации и контроля секьюритизируемых активов.

Одним из объектов анализа для секьюритизации ипотечных активов является необходимость наличия определенных свойств ипотечных активов. В этих целях нами обобщены и предложены критерии, отражающие важнейшие характеристики секьюритизируемых ипотечных активов:

- стандартизированные, оцениваемые и обращающиеся на рынке;
- имеющие в массе объемы, превышающие “критическую массу”;
- с высоким кредитным качеством и низким риском неплатежа.

В целях проведения эффективной секьюритизации в характеристиках ипотечных активов и для повышения их качества нужно выделять две составляющие:

- 1) обязательные характеристики активов;
- 2) возможные (желательные) характеристики активов.

Рассмотрим обязательные характеристики:

- 1) вычисляемость и прогнозируемость будущего потока платежей;
- 2) юридическая уступаемость активов;
- 3) наличие технических возможностей отделения секьюритизируемых активов от остального портфеля originатора.

К желательным характеристикам активов относятся нижеследующие:

- 1) наличие минимально необходимого объема сделки;
- 2) демографическая и географическая структура долга;
- 3) низкая частота дефолтов, досрочного возврата и неплатежей;
- 4) превышение входящего потока платежей над исходящим потоком платежей;
- 5) изъятие активов и возможность использования обеспечения.

Следует отметить, что в специальной литературе и среди практиков дискуссия о плюсах и минусах секьюритизации активов носит острый характер. Различные точки зрения экспертов свидетельствуют, что для нахождения точного и объективного результата об эффективности процесса секьюритизации для конкретного участника необходимо проанализировать конкретную сделку, учесть все затраты и статьи доходов, рассчитать реальный долгосрочный эффект. Кроме того, многие эффекты секьюритизации активов не поддаются прямому количественному измерению, имеют стратегическую природу, предусматривают потенциальные доходы. Полученные выгоды часто зависят от того, как будут использованы ликвидные средства, вырученные при проведении секьюритизации, как трансформируются риски организации. Положительное влияние секьюритизации активов, в первую очередь, выражается в появлении на балансе банка денежных средств, вырученных от продажи активов для предоставления новых ипотечных кредитов.

В целом, мы считаем, что финансовые инструменты, получаемые с помощью техники секьюритизации, использовались достаточно эффективно в зарубежной практике на протяжении более чем 30 лет для достижения целей диверсификации, хеджирования и перераспределения кредитного риска.

Поступила в редакцию 07.07.2009 г.

⁸ Астраханцева М., Лещинский М. Секьюритизация по-американски, или с какими иллюзиями нам придется расстаться? // Рынок ценных бумаг. 2008. №12 (363).